

2018年3月2日 全6頁

米国の IPO に関わる規制見直しの動き

ニューヨークリサーチセンター

上野 まな美

主任研究員 鳥毛 拓馬

[要約]

- 米国財務省は、2017年10月6日に「経済的機会を創出する金融システム 資本市場」と題する報告書を公表した。同報告書は、資本市場に関わる規制のうち経済成長と資本形成を妨げる規制の特定と検証を行ったものであり、特に中小企業の成長を促進する規制の見直しに焦点が当てられている。
- 中小企業や新興企業の IPO を促進する規制として、オバマ前政権で2012年に成立した新興企業促進法（Jumpstart Our Business Startups Act: 以下 JOBS 法）がある。財務省の報告書によると、同法により、一時的に米国の IPO は増加したものの、その後は、IPO が減少している旨指摘されている。このため、同報告書では JOBS 法の改善や、SEC 規則の見直しなどが提言されている。
- 2017年6月8日に連邦下院で可決した2017年金融選択法案（Financial CHOICE Act of 2017）にも、JOBS 法をさらに緩和する法案が盛り込まれており、トランプ政権、議会共和党いずれも中小企業や新興企業の IPO に関わる規制を見直す意向があることがうかがえる。

はじめに

米国財務省は、2017年10月6日に「経済的機会を創出する金融システム 資本市場」¹と題する報告書を公表した。これは、大統領令「米国金融システム規制のための中核原則」（2017年2月3日公表）に応じて、ムニューシン財務長官が取りまとめている金融規制改革提案に関する第2弾の報告書である²。同報告書は、資本市場に関わる規制のうち経済成長と資本形成を妨げる規制の特定と検証を行っているが、特に中小企業の成長を促進する規制の見直しに焦点が当

¹ U. S. Department of the Treasury “A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets” 2017年10月6日。

² 報告書第1弾については、鳥毛拓馬、「米国金融規制改正法案、下院で可決」（2017年7月10日付大和総研レポート）。http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170710_012129.html

てられている。

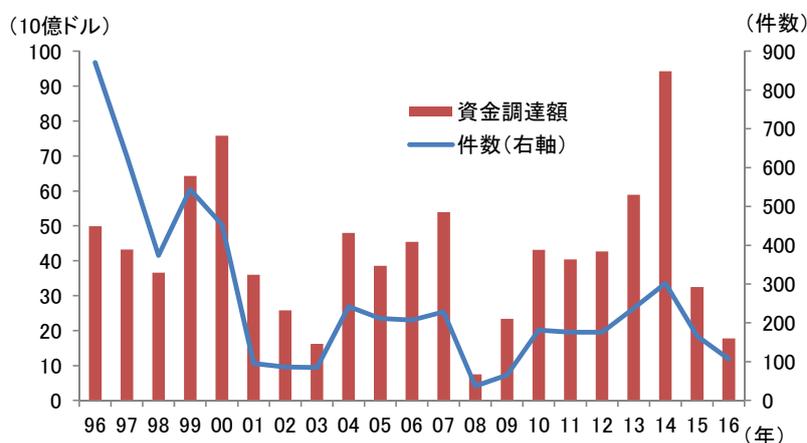
そこで、本稿では、中小企業の資金調達を促進する規制である新興企業促進法 (Jumpstart Our Business Startups Act: 以下 JOBS 法) を中心に、IPO (Initial Public Offering) に関わる規制の見直しに関する米国の動向について概観する³。

JOBS 法とは

中小企業や新興企業の資金調達を促進する規制として、2012年4月5日にオバマ前政権で超党派の支持の下、JOBS 法が成立した。同法は、連邦証券法を修正し、米国の雇用を創出する担い手とされる中小企業や新興企業に対する規制の負担を軽減し、公募と私募の両方から資金調達市場の活性化および資金調達の促進を図るものである。

2012年にJOBS 法が成立した背景には、米国におけるIPOの著しい減少がある(図表1)。米国でのIPO数は1996年の821件をピークに2008年まで減少した⁴。IPOの減少は、2002年に成立したサーベンス・オクスリー法 (Sarbanes-Oxley Act of 2002) などの規制による費用負担の増加、IPOの引受費用負担の増加など証券市場におけるインフラの変化をはじめ、様々な要因が関係しているとされる⁵。

図表1 米国におけるIPO件数および資金調達額の推移



(出所) SIFMA Fact Book より大和総研作成

³ 本稿における現行制度の訳語および制度内容の説明については、「アメリカ証券取引法入門－基礎から学べるアメリカのビジネス法－」(山本雅道、レクシスネクシス・ジャパン)を参照した。

⁴ 脚注1 22 ページ参照。報告書と図表1とは集計範囲が異なるため、資金調達額および件数は完全には一致していない。

⁵ Congressional Research Service “U.S. Initial Public Stock Offerings and the JOBS Act” 2012年9月27日参照。

JOBES 法の主な内容

JOBES 法はタイトル I からタイトル VI で構成されており、中小企業や新興企業の公募と私募の両方の資金調達を容易に行えるよう連邦証券法を修正した。同法を施行するに当たり、SEC は資金調達、開示、登録に関する規則の作成を行うことが要求され、2016 年 6 月までに全ての規則が発効された。タイトル I～タイトル VI の主要条項とそれらに基づく SEC 規則の要点は、以下の通りである。

図表 2 JOBES 法による SEC の新規則発効日

発行日	規則
2012 年 4 月 5 日	タイトル I (IPO オン・ランプ)
2013 年 9 月 23 日	タイトル II (レギュレーション D: 一般的勧誘)
2015 年 6 月 19 日	タイトル IV (レギュレーション A+)
2016 年 5 月 16 日	タイトル III (クラウドファンディング)
2016 年 6 月 9 日	タイトル V、VI (証券取引所法上の登録義務の株主数基準の引上げ)

(出所) SEC より大和総研作成

タイトル I (IPO オン・ランプ)

タイトル I は、一般に、「IPO オン・ランプ (IPO On-Ramp)」と呼ばれるもので、新たに「新興成長企業 (emerging growth company: EGC) ⁶」という発行体区分が設けられた。EGC は、IPO の前後において通常の企業よりも規制が緩和された。

IPO 前において、EGC は、IPO 登録申請書について、ロードショー⁷開始日の 21 日前までに SEC に提出することにより、同申請書を公開せずに SEC の審査手続きを行うことができる⁸。また、EGC は、SEC に登録申請書を提出する前に、適格機関投資家などとコミュニケーションを行うことにより、事前に投資家の関心を調査することが可能である (“testing the waters” と呼ばれる)。

さらに、IPO 後の開示規制を緩和するものとして、EGC は、サーベンス・オクスリー法で定められた財務報告に係る内部統制の監査証明義務の適用が免除されているほか、ドッド・フランク法の “say on pay”⁹、経営者報酬に関する情報開示規則¹⁰などの適用も免除されている。

⁶ 企業のうち、IPO から 5 年以内において、年間総収入 10 億ドル未満、かつ、時価総額が 7 億ドル未満の企業。

⁷ 発行会社の経営陣が機関投資家などを訪問し、マーケティングを行うこと。

⁸ これにより、ライバル企業に知られたくない重要情報を市場に開示することなく IPO を模索することが可能とされる。

⁹ 役員報酬について株主の承認手続を求めるもの (ただし、法的拘束力はない)。

¹⁰ 経営者報酬が、従業員の賃金の何倍であるかを示す比率は “Pay Ratio” と呼ばれ、ドッド・フランク法では、CEO の報酬と労働者の賃金の中央値 (median) の倍率を開示することとされている。

タイトルⅡ（レギュレーションD：一般的勧誘）

1933年証券法により、証券の募集・売付けに当たってSECへの登録が義務付けられているが、レギュレーションDにより、一定の要件の下で中小企業はSECへの登録なしに私募による資金調達ができる。ただし、一般的勧誘は禁止されている¹¹。JOBS法では、レギュレーションDによる私募による資金調達の増加を受けて、レギュレーションDを改正した。具体的には、最終的な購入者が適格投資家であることの確認を発行体に対して求めることを条件として、私募における一般的勧誘の禁止が撤廃された。これにより、新興企業は、インターネットやメディアなどを利用した私募による資金調達が可能となった。

タイトルⅢ（クラウドファンディング）

インターネットやソーシャルメディアで資金調達できるクラウドファンディングは、新興企業を中心に利用されており、多数の人から少額の資金拠出を受ける仕組みとされる。タイトルⅢでは、クラウドファンディングについて一定の要件の下、証券法の登録義務を免除するなど規制が緩和された。具体的には、企業が株式型クラウドファンディングで資金調達を行う場合、SECへの登録なしに非適格投資家にも証券の募集・売付けができる。その際、企業はSECに登録したブローカー・ディーラーが媒介になって運営しているオンラインプラットフォーム、またはクラウドファンディングのポータルとして運営されているポータルのいずれかを通して募集を行う必要があり、12ヵ月間に107万ドルまで資金調達できることとなった¹²。

タイトルⅣ（レギュレーションA+）

1933年証券法のレギュレーションA（Regulation A）を改正してレギュレーションA+（Regulation A+）を制定した。レギュレーションAは、公募の総額が12ヵ月間に500万ドル以下の場合において企業のSECへの登録を免除するものであるが、中小企業における少額募集を通じた資金調達を促進するため、レギュレーションA+は、これを12ヵ月間に5,000万ドル以下へと引き上げた。

レギュレーションA+は2段階のSEC規則を定め、Tier1は12ヵ月間に2,000万ドル以下で株式の発行関係者による売付けは600万ドル以下とし、Tier2は12ヵ月間に5,000万ドル以下で株式の発行関係者による売付けは1,500万ドル以下とした。

タイトルⅤおよびタイトルⅥ（証券取引所法上の登録義務の株主数基準の引上げ）

JOBS法制定前においては、非上場企業は、証券取引所法12（g）により、総資産1,000万ドル超で株主名簿上の株主が500人以上になるまでSEC登録が免除されていた。改正により、株

¹¹ 例えば、新聞、雑誌、テレビ、ウェブサイト、公開セミナーなどにおける勧誘行為とされる。

¹² 基準値がインフレ調整され、2017年4月5日に上限が改訂された。

<https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/rccomplianceguide-051316.htm>

主名簿上の株主の要件が 500 人から 2,000 人に引き上げられた（また、新たに株主が適格投資家でない場合で、かつ、500 人以上になるまで SEC 登録が免除されることとなった）。

これにより、IPO を目指す中小企業は、IPO の前に大規模な株主基盤を形成する柔軟性が付与されたものとされる。

財務省が JOBS 法の改善を提案

財務省は、2017 年 10 月 6 日に資本市場に関する金融規制改革を提案する報告書¹³を公表した。同報告書によると、2012 年の JOBS 法施行後、米国における IPO は 2014 年には 2000 年以降最多となる 291 件に達し、2012 年 4 月以後 IPO を行った企業の約 87% が IPO オン・ランプの下での EGC であったとされている。しかしながら、2014 年以降、IPO が減少していることが指摘されていることから、同報告書では JOBS 法の改善や、SEC 規則の見直しなどの規制緩和を提言している¹⁴。主な提案は図表 3 の通りである。

図表 3 財務省報告書における JOBS 法の改善に関する主な提言

	現行	提案
EGC の要件	IPO から 5 年以内	一定の要件のもと、IPO から 10 年以内
クラウドファンディングの資金調達の上限 (12 カ月間)	107 万ドル	500 万ドル
レギュレーション A+ の Tier 2 発行上限額 (12 カ月間)	5,000 万ドル	7,500 万ドル
testing the waters	EGC にのみ許可	EGC に限らず大企業も含めて許可対象を拡大

(出所) 財務省報告書より大和総研作成

議会でも JOBS 法のさらなる緩和の動き

2017 年 6 月 8 日に、2017 年金融選択法案 (Financial CHOICE Act of 2017: FCA) が連邦下院において可決された¹⁵。FCA の大半は、金融危機後の包括的な規制改革法となった 2010 年ドッド・フランク法の多くの条項を修正または撤廃するものであるが、JOBS 法のさらなる緩和も含んでいる。具体的には、中小企業の公募や私募を通じての増資に関連する規制を緩和するもの

¹³ 脚注 1 に同じ。

¹⁴ 財務省報告書によると、IPO の減少は規制負担によるものだけではなく、グローバル化による経済環境の変化、M&A の増加、ベンチャーキャピタル投資やプライベートエクイティ投資など規制外の要因もあり得るとされている。

¹⁵ 金融選択法案については、脚注 2 参照。

であり、主な内容は以下の通りである¹⁶。

- 財務報告に係る内部統制の監査証明義務の適用除外要件の緩和
- 株式型クラウドファンディングにおける発行体の発行額や投資家の投資可能額の上限廃止
- レギュレーション D の改正により、デモ・デー(demo day)の際の発行体による一般的勧誘の解禁
- 一定の EGC と中小企業に対する XBRL (eXtensible Business Reporting Language: 拡張可能な事業報告言語)¹⁷による開示の免除
- ベンチャーキャピタルファンドについて投資会社法における SEC への登録要件の緩和

FCA は上院に送付されているものの、審議は行われておらず、今後の成立の見通しは立っていない。しかし、議会共和党は、中小企業の資金調達に関する規制を緩和・改善しようと考えていることがうかがえる。

鍵になる SEC の今後の動き

JOBS 法が施行され、EGC の規定をはじめとする規制の緩和が行われ、一時的に IPO が増加した。もともと 2014 年以降の IPO 件数は減少しており、財務省の報告書では、公募調達市場の魅力を高めるために、さらなる規制の変更が必要であるとしている。報道によると¹⁸、SEC は既に EGC のみに許容されている投資家との事前協議に関わる規制について全ての企業に適用するなど、財務省の提案を受けた規則の改正につき検討しているもようである。その詳細や制定時期は不明であるが、SEC がどのように IPO に関わる規制につき緩和していくのか、その動向が注目される。

¹⁶ Congressional Research Service “The Financial CHOICE Act in the 115th Congress: Selected Policy Issues” 2017 年 9 月 8 日。

¹⁷ 財務情報が作成・流通・再利用できるように標準化された XML ベースの言語。

¹⁸ 2 月 22 日付 WSJ 電子版。